

# SSERVATORIO





# **INDICE**

WHAT'S UP	3
MERCATI AZIONARI	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI	3
VALUTE	4
MATERIE PRIME	4
WHAT'S NEW	5
STATI UNITI	5
EUROPA	6
CINA	8
WHAT'S NEXT	10
SPERANZE PER IL "RALLY DI NATALE"	10
WAITING FOR PIVOT	10

# WHAT'S UP

Dopo l'andamento negativo dei due mesi precedenti, ad ottobre si è assistito ad un tentativo di consolidamento e di parziale recupero dei mercati finanziari, supportati dalla complessiva tenuta dei dati economici e dalla sensazione di poter iniziare a guardare oltre l'attuale fase di aggressiva stretta monetaria.

# **MERCATI AZIONARI**

Il mercato azionario ha concluso in rialzo il mese di ottobre, in controtendenza rispetto ai due mesi precedenti: l'indice azionario globale, il *MSCI AC World*, ha infatti guadagnato il 6,1%, migliorando la performance negativa del 2022 (-20,8% YTD).

L'andamento positivo dell'azionario globale (*Grafico I*) è stato spinto dai rialzi nei mercati dei paesi sviluppati, il cui indice, *MSCI World*, ha guadagnato il 7,2%. Nello specifico, gli indici statunitensi *S&P 500* e *NASDAQ* hanno registrato +8,1% e +3,9% rispettivamente, mentre quello europeo, lo *Stoxx Europe 600*, ha guadagnato il 6,4%. Tra i listini europei, spiccano le performance dell'indice italiano (+9,7%), di quello tedesco (+9,4%) e di quello francese (+8,7%) mentre il *FTSE 100* inglese è cresciuto a rilento (+2,91%). L'indice dei mercati emergenti, *MSCI EM*, invece è sceso del 3,1%, appesantito dal mercato cinese che ha perso il 16,8% nel mese di ottobre.

I settori appartenenti allo stile *value* sono stati favoriti rispetto a quelli del *growth* (*Grafico 2*), più sensibili al rialzo dei tassi e condizionati dai risultati non brillanti delle big tech. A livello settoriale, l'indice energetico ha nuovamente registrato le migliori performance, anche grazie al taglio della produzione deciso dai membri dell'OPEC+ che ha favorito un parziale recupero del prezzo del petrolio; seguono poi i settori dell'industria, della salute e della finanza, mentre gli indici dei servizi di comunicazione, dei beni voluttuari e dell'immobiliare sono gli unici segmenti di mercato ad aver chiuse negativamente il mese.

# MERCATI OBBLIGAZIONARI

I mercati obbligazionari sono stati caratterizzati da elevata volatilità, ma i rendimenti sono saliti solo lievemente rispetto a fine settembre. Conseguentemente, ad ottobre l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate ha registrato un minimo pluridecennale, ma infine ha chiuso con un calo marginale dello 0,7%.



### **PERFORMANCE SETTORIALI**

PERFORMANCE (%)	OTTOBRE	YTD
MSCI ACWI	6,0%	-22,3%
ENERGIA	18,0%	28,8%
INDUSTRIA	9,8%	-20,0%
SALUTE	8,1%	-11,3%
FINANZA	7,6%	-17,0%
INFORMATICA	6,9%	-30,8%
MATERIALI	4,7%	-22,9%
BENI DI PRIMA NECESSITÀ	4,7%	-13,4%
SERVIZI DI PUBBLICA UTILITÀ	2,3%	-13,3%
SERVIZI DI COMUNICAZIONE	-1,1%	-38,2%
BENI VOLUTTUARI	-0,5%	-32,1%
IMMOBILIARE	-0,4%	-30,5%
VALUE	8,4%	-14,1%
GROWTH	3,5%	-30,3%

Grafico 2 - Performance Price return in USD. Dati al 31/10/2022 Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum



I rendimenti dei decennali statunitensi e tedeschi hanno raggiunto un picco nella terza settimana di ottobre ma hanno visto poi un ridimensionamento ed hanno chiuso il mese rispettivamente al 4,05% e 2,14%, soltanto 2lpb e 4pb sopra i livelli di fine settembre. Questo consolidamento rispecchia le attese del mercato circa l'avvicinarsi della fase conclusiva del ciclo di rialzi da parte delle banche centrali.

Da segnalare invece il leggero calo dei rendimenti governativi a medio-lungo termine italiani (*Grafico 3*): il decennale ha chiuso il mese con rendimento al 4,28%, 2l punti base in meno rispetto al 30 settembre, evidenziando quindi un restringimento dello spread rispetto al Bund tedesco (214pb vs 240pb di fine settembre).

Infine, le obbligazioni societarie e dei mercati emergenti hanno tratto parziale beneficio sia dalla stabilizzazione dei tassi che da una leggera diminuzione degli spread (*Grafico* 4), segnale di una limitata preoccupazione sull'andamento dei fondamentali: gli spread dei titoli *High Yield* sono diminuiti sia negli USA che in Europa (-43pb e -87pb rispettivamente) analogamente a quelli dei bond emergenti.

### **VALUTE**

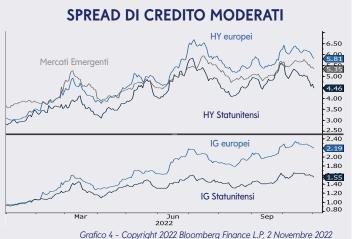
Dal punto di vista valutario, il dollaro, pur con una certa volatilità, ha concluso il mese sullo stesso livello di fine settembre, confermando l'apprezzamento maturato durante il 2022 rispetto alle altre principali valute; si segnalano in particolare livelli molto elevati contro la valuta giapponese e con quella cinese, in riflesso della divergenza della politica monetaria (*Grafico 5*). L'euro, sfruttando l'incertezza politica del Regno Unito, ha guadagnato l'1,8% rispetto alla sterlina britannica (cambio EUR-GBP £0,862).

# **MATERIE PRIME**

Sul fronte delle materie prime, la decisione dell'OPEC+ di tagliare la produzione ha favorito, come già accennato, il prezzo del petrolio a fronte del freno dato dalle basse aspettative di crescita della domanda; il mese di ottobre si è quindi concluso con un incremento del 7,8% (\$94,83 al barile il Brent). Una nota positiva proviene invece dal prezzo del gas naturale scambiato ad Amsterdam che, grazie all'accordo preliminare trovato dal Consiglio Europeo, all'elevato livello delle scorte ed alle temperature sopra la media registrate in Europa, è sceso del 49% (Grafico 6).

In generale, il *Bloomberg Commodity Index* è rimasto pressoché invariato, con un incremento marginale dell'1,7% nel mese.









# WHAT'S NEW

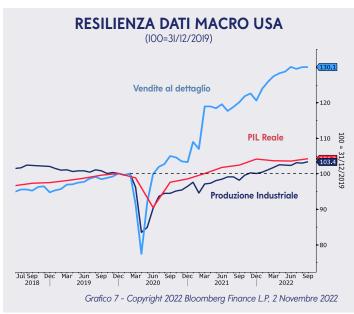
Nell'ultimo periodo i dati macroeconomici hanno continuato a dipingere un quadro di decelerazione dell'economia globale, senza tuttavia lasciar trasparire una brusca frenata. L'inflazione elevata, il proseguimento del conflitto in Ucraina, il restringimento delle condizioni finanziarie e la politica di zero-covid in Cina restano chiari fattori di rallentamento, ma sono in parte controbilanciati dalla resilienza dei consumi e dell'occupazione, oltre che dalle misure di supporto in ambito fiscale. Le Banche Centrali restano focalizzate sul contenimento dell'inflazione, portando avanti il percorso di rialzo dei tassi che tuttavia dovrebbe essere ormai arrivato a buon punto.

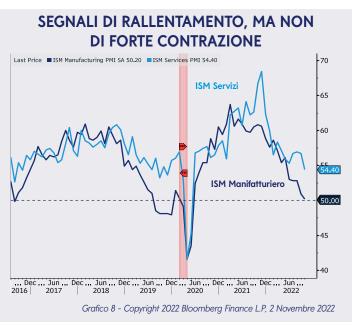
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti, sebbene la crescita stia già viaggiando al di sotto del potenziale e il rischio di recessione sia salito significativamente alla luce della stretta monetaria attuata dalla Fed, l'economia si è dimostrata per ora in grado di assorbire abbastanza bene gli shock cui è sottoposta (Grafico 7). Gli elevati risparmi accumulati delle famiglie durante la pandemia stanno supportando la capacità di spesa, la domanda di lavoratori è ancora elevata - seppur in leggera diminuzione - e la produzione ha continuato ad espandersi. Di conseguenza, il PIL nel 3° trimestre è cresciuto del 2,6% annualizzato, con un recupero rispetto ai dati negativi dei primi due trimestri, che pure erano stati dovuti perlopiù a fattori tecnici. I consumi, in particolare, hanno visto una crescita leggermente superiore alle attese, seppur inferiore rispetto al trimestre precedente. Gli indicatori anticipatori del ciclo economico (indici ISM) puntano ad una decelerazione andando avanti, ma non ad una contrazione importante dell'attività economica (Grafico 8).

Anche gli utili societari hanno mostrato una decelerazione nel 3° trimestre, ma nel complesso la *reporting season* è stata migliore del previsto: sebbene le stime fossero già state riviste al ribasso in precedenza - risultando quindi più semplici da battere - la maggior parte delle aziende ha riportato risultati superiori alle attese, con una crescita media non brillante, ma comunque positiva (+3,4%).

Sul fronte dell'inflazione, a settembre è stato registrato un ulteriore calo marginale (da 8,3% a 8,2% su base annua), principalmente grazie della discesa dei prezzi energetici, ma tale calo è stato minore del previsto (*Grafico 9*). Inoltre, l'inflazione core, dopo una leggera discesa nel corso estate, ha raggiunto un nuovo picco al 6,6%, il massimo dal 1982. Il contributo maggiore è giunto da alcune categorie di servizi, come i trasporti e soprattutto gli affitti, che hanno un peso particolarmente rilevante all'interno dell'indice CPI (circa I/3).







Di contro, i prezzi dei beni core sono leggermente scesi sul mese, confermando lo spostamento della domanda dai beni ai servizi e l'allentamento dei colli di bottiglia nelle catene produttive. In chiave prospettica bisogna inoltre tenere conto che il mercato immobiliare sta già rallentando significativamente a causa dell'aumento dei tassi ipotecari e che le pressioni al rialzo sui prezzi di vendita delle case stanno diminuendo rapidamente (*Grafico IO*); un fenomeno simile si inizia a vedere anche sui canoni di affitto, in base a svariati indicatori più tempestivi disponibili online che monitorano l'andamento dei nuovi contratti. Seppur con un certo lag temporale, anche i dati ufficiali dovrebbero gradualmente iniziare a riflettere questa tendenza nei prossimi mesi.

Gli sviluppi appena descritti testimoniano alcuni passi avanti nella direzione auspicata dalla Federal Reserve: gli aumenti dei tassi stanno raffreddando l'economia, soprattutto nei settori più sensibili come appunto l'immobiliare; ciò sta facendo gradualmente scendere il gap tra domanda e offerta di lavoro, il che a sua volta dovrebbe tradursi in una decelerazione dei salari e dei prezzi in generale. Si tratta tuttavia di progressi ancora piuttosto limitati, motivo per cui la Fed - pur consapevole di come le mosse di politica monetaria richiedano del tempo per produrre i lori effetti rimane al momento chiaramente intenzionata a mantenere un approccio rigido, fino a quando le misure ufficiali dell'inflazione non saranno scese sensibilmente. Insomma, dovendo scegliere, preferisce stringere un po' troppo la cinghia e rischiare di "strozzare" l'economia, piuttosto che essere troppo morbida e perdere il controllo sull'inflazione, come accaduto negli anni '70.

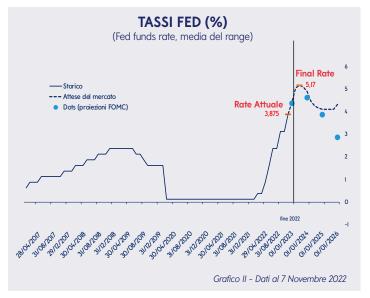
Nell'ultima riunione del 2 novembre è stato deciso, come ampiamente atteso, un ulteriore rialzo di 75 punti base dei tassi sui fed funds, che hanno raggiunto così un range di 3,75-4,00%, e anche a dicembre dovrebbe essere attuata una mossa di 50 o 75 pb, a seconda dell'andamento dei prossimi dati (Grafico II). Successivamente, però, è probabile che il ritmo dei rialzi rallenti, fino ad interrompersi: il mercato si attende un picco dei tassi (c.d. terminal rate) intorno al 5% nel primo semestre del 2023, seguito da alcuni mesi di sostanziale stabilità. Al momento è ancora troppo presto per pensare ad un futuro taglio dei tassi, come sottolineato da Powell in conferenza stampa, ma già un primo accenno ad una stabilizzazione potrebbe dare ossigeno al mercato.

# **EUROPA**

Lo scenario europeo continua ad essere gravato principalmente dall'aumento dei costi energetici, che agisce da freno per i consumi delle famiglie e per le scelte di produzione e investimento da parte delle imprese. Le vendite al dettaglio hanno visto una leggera decrescita negli ultimi mesi e la fiducia dei consumatori è su livelli molto depressi;





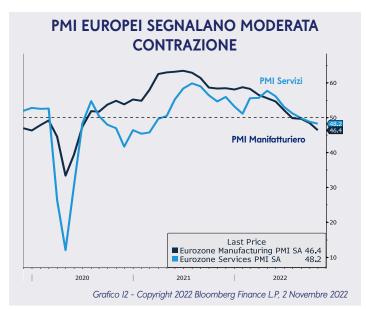


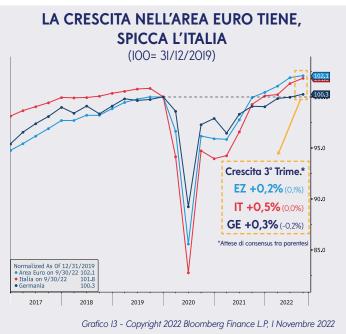
la produzione industriale, invece, ha tenuto abbastanza bene nel complesso, riflettendo almeno in parte il miglioramento delle condizioni nelle catene di fornitura globali. Tuttavia, gli indici PMI di ottobre hanno evidenziato un'ulteriore discesa in territorio di moderata contrazione (*Grafico 12*), con un calo più accentuato nel settore manifatturiero, in particolare in Germania.

Il PIL dell'area euro ha comunque dimostrato una buona tenuta finora, con una crescita del 0,2% nel terzo trimestre, maggiore delle attese che prevedevano una crescita stagnante. Si è distinta in particolare l'Italia, con una crescita dello 0,5% rispetto allo 0% previsto (*Grafico 13*). Le stime restano per l'ingresso in recessione nei prossimi due trimestri, la cui entità dovrebbe però risultare piuttosto limitata, in quanto:

- I. Il prezzo del gas è sceso intorno ai 100 euro/MWh, non solo grazie agli elevati livelli di scorte, alle importazioni di GNL e al clima mite, ma anche a seguito degli accordi raggiunti a livello europeo sulla gestione comune dell'emergenza energetica.
- 2. I supporti fiscali riducono l'impatto della crisi: i Governi stanno adottando ulteriori misure di sostegno per affrontare l'emergenza energetica, con una media di circa il 2,5% del PIL nel 2022 e 2023. La Germania, in particolare, ha annunciato un fondo di 200 miliardi di euro (il 6% del PIL) per supportare le famiglie e le imprese. In altri Paesi, Italia in primis, i margini di manovra sono molto più limitati, ma il nuovo Governo - in attesa della legge di Bilancio che dovrà poi essere presentata entro il 31 dicembre dovrebbe introdurre già a breve un nuovo decreto aiuti (il quarto) finanziato con il "tesoretto" ereditato dal Governo Draghi grazie al maggior gettito rispetto alle previsioni. Inoltre, gli accordi raggiunti dai leader europei prevedono anche la possibilità di definire uno schema di finanziamenti comuni - sul modello del fondo SURE utilizzato durante la pandemia.
- 3. La situazione economica di partenza era piuttosto solida, grazie al recupero sperimentato dopo la pandemia, soprattutto per quanto riguarda il mercato del lavoro: basti pensare che l'occupazione nell'area dell'euro ha raggiunto livelli record nel secondo trimestre del 2022, con 164 milioni di lavoratori occupati. Anche la disoccupazione ha raggiunto i minimi storici a luglio, corrispondenti al 6,6% della forza lavoro (*Grafico 14*).

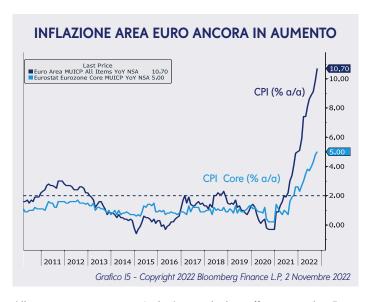
L'inflazione, nel frattempo, è ulteriormente salita al 10,7% ad ottobre: l'incidenza dei prezzi energetici e alimentari resta preponderante, ma allo stesso tempo si è osservata una continua diffusione anche delle pressioni di fondo.

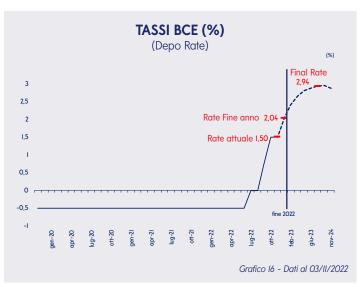






L'inflazione core è salita infatti al 5,0% dal 4,8% precedente (*Grafico 15*). In positivo, anche nell'area euro le pressioni sui prezzi dei beni si stanno allentando, grazie al calo dei tempi di consegna dei fornitori e dei prezzi alla produzione globali, ma è probabile che le pressioni sui servizi rimangano sostenute per qualche tempo, complice un po' di accelerazione anche sui salari. Il calo del prezzo del gas dovrebbe fornire un certo sollievo all'inflazione complessiva andando avanti (principalmente in Italia e Spagna), ma per ora anche la BCE - come la Fed - non si sbilancia con atteggiamenti permissivi. Nella riunione del 27 ottobre ha infatti confermato l'aumento dei tassi di 75 punti base (ampiamente atteso dal mercato), ribadendo la necessità di proseguire sul sentiero di normalizzazione per ripristinare la stabilità dei prezzi (*Grafico 16*).





Allo stesso tempo, però, la Lagarde ha affermato che "con questo terzo importante aumento consecutivo dei tassi ufficiali, abbiamo compiuto progressi sostanziali nel ritirare l'accomodamento della politica monetaria.". E ha spiegato che la BCE continuerà a seguire un approccio basato sui dati e che deciderà le mosse di volta in volta tenendo in considerazione tre fattori chiave: gli sviluppi nelle prospettive di inflazione, le mosse già attuate e i ritardi che inevitabilmente caratterizzano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per ora nessun accenno, invece, alla riduzione dell'attivo di bilancio (il "quantitative tightening"), i cui contorni inizieranno ad essere discussi a dicembre.

## **CINA**

Il 20° Congresso del Partito Comunista Cinese, conclusosi il 22 ottobre con la rielezione del Presidente Xi come Segretario Generale e il consolidamento del suo status come nucleo centrale del Partito, non è stato particolarmente ben accolto dagli investitori internazionali. La nuova legislatura dell'Assemblea Nazionale del Popolo si insedierà a marzo 2023 e a questo punto la conferma di Xi come Presidente per il terzo mandato consecutivo - già abbastanza scontata - è praticamente certa. A preoccupare sono stati però soprattutto i cambiamenti nella composizione degli organi di rappresentanza del partito, data la presenza ormai predominante di membri considerati fedelissimi di Xi. Tale concentrazione di potere da una parte favorisce un'applicazione più efficiente delle politiche decise dal partito, ma dall'altra riduce la possibilità di avere delle voci dissonanti rispetto al proseguimento di quelle misure che finora sono risultate poco gradite ai mercati, come la politica di zero-covid e la stretta regolamentare su alcuni settori.

Al di là della reazione di breve dei mercati, è importante comunque sottolineare che nell'ultimo periodo l'economia cinese ha visto un parziale recupero: il PIL è tornato a crescere nel 3° trimestre (+3.9%) e la produzione industriale ha accelerato, nonostante la protratta debolezza dei consumi che risentono delle politiche di contenimento della pandemia (*Grafico 17*). Le autorità inoltre hanno negli ultimi mesi introdotto misure monetarie e fiscali più accomodanti, pur mantenendo un approccio prudente e mirato, come testimoniato dai tagli dei tassi di riferimento (in netta controtendenza con i rialzi attuati dalle banche centrali occidentali) e dall'accelerazione dell'impulso creditizio (*Grafico 18*). Le stime sui prossimi trimestri prevedono quindi un proseguimento della ripresa economica, con una crescita superiore alla media globale nel corso del 2023: +4,4% in base all'ultima stima del FMI.





# WHAT'S NEXT

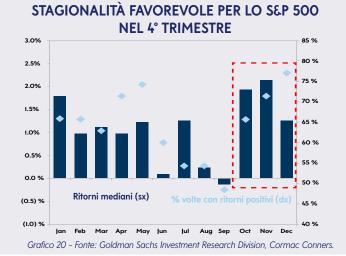
# SPERANZE PER IL "RALLY DI NATALE"

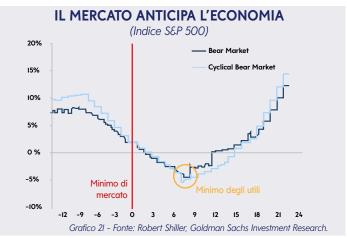
Il tentativo di consolidamento e di parziale recupero dei mercati osservato nell'ultimo periodo potrebbe trovare ulteriore spazio nelle prossime settimane. Le prospettive di restrizione monetaria sono state ormai abbondantemente assimilate e riflesse nella salita dei rendimenti obbligazionari e nella discesa delle valutazioni degli indici azionari. Queste ultime sembrano inoltre incorporare ormai anche una buona dose di rallentamento economico, seppur con gradi diversi a seconda dell'area geografica (Grafico 19): in misura maggiore in Europa, in Cina e in altri Paesi Emergenti; meno negli Stati Uniti, dove i multipli, pur essendo scesi molto, risultano all'incirca in linea con la media storica. Altri fattori di potenziale supporto sono i livelli molto negativi del sentiment e del posizionamento degli investitori, e, infine, la stagionalità: siamo infatti entrati in un periodo - gli ultimi tre mesi dell'anno - in cui lo S&P 500 ha riportato solitamente performance positive (Grafico 20). Ancor più negli anni delle elezioni di mid-term statunitensi, che storicamente risultano decisamente poco brillanti per la borsa, ma caratterizzati da un parziale recupero in chiusura e soprattutto nel corso dell'anno successivo. Certamente il 2022 finora non ha fatto eccezione e a questo punto c'è da augurarsi che lo schema continui a ripetersi.

# WAITING FOR PIVOT...

Allo stesso tempo appare probabilmente ancora prematuro aspettarsi un recupero sostenuto e completo degli indici: come descritto, lo scenario economico dovrebbe rimanere debole - e potenzialmente deteriorarsi ulteriormente - nei prossimi mesi e le Banche Centrali sono ancora piuttosto lontane dal segnalare un cambio di rotta decisivo delle politiche monetarie, il tanto atteso "pivot". Quest'ultimo è il segnale che i mercati attendono con maggior trepidazione, ma probabilmente non giungerà in maniera chiara prima della fine del primo trimestre del 2023 e solo condizionatamente ad una discesa significativa dell'inflazione. Fino a quel momento è opportuno mettere in conto un andamento ancora relativamente incerto e volatile, nel quale eventuali rimbalzi - specie se troppo repentini - potrebbero essere seguiti da nuove correzioni, come già avvenuto ad agosto. È comunque fondamentale sfruttare questi mesi per continuare ad accumulare posizioni, sia nei mercati obbligazionari che









in quelli azionari, approfittando degli elevati livelli di rendimento dei primi e delle valutazioni a sconto e delle prospettive di crescita di medio-lungo periodo dei secondi. Un aspetto cruciale da questo punto di vista è la natura anticipatrice dei mercati, come dimostrano i dati storici: i rendimenti obbligazionari tendono infatti a raggiungere un picco prima della fine del ciclo di rialzo della Banche Centrale, così come i mercati azionari solitamente raggiungono il minimo prima dell'economia, iniziando a recuperare anche in presenza di un contesto economico ancora in fase di rallentamento (*Grafico 21*).